

股权激励实行的有效性及相关政策分析

周闽军 李玉宝

〔摘要〕 本文在对现有我国企业实行股权激励有效性分析的基础上,认为股权激励在我国企业中并没有完全发挥其对经营者激励作用,业绩股票和股票增值权激励模式所起的激励作用软弱,在此基础上结合国有企业本身独特的运行机制及在激励机制设计、外部环境等方面存在问题,提出相关政策建议,为股权激励有效实行提供保障。

〔关键词〕 股权激励 有效性

海通证券研发中心的袁国良,何旭强于 2000 年 1 月 14 日在上海证券报发表了《在实行股票期权制度的过程中必须关注市场条件和外部约束》一文,从实证检验的角度研究了上市公司股权激励的现状,其基本结论是:

1. 目前上市公司的经营业绩与公司管理层的持股比例之间的相关性非常之低,以 1996、1997 和 1998 年的年报为依据,随机抽取 100 家公司,对其高级管理人员持股比例与企业经营业绩(用净资产收益率表示)的相关性进行回归分析,结果表明,这三年的相关性分别只有 0.0375, 0.0057 和 0.0678。

2. 即使非国有控股上市公司,高级管理人员持股多少与企业经营业绩的相关性也非常低,表明与是否国有控股无关,从样本公司中抽取非国家控股公司,按同样的方法,进行回归分析,三年的相关系数分别为 0.0113, 0.0085 和 0.078。

3. 企业高级管理人员收入与企业业绩几乎不存在相关性,表明我国上市公司不仅存在股权激励不明显的现象,而且存在年度报酬激励不明显的现象,如总经理的年度报酬与每股收益和净资产收益率的相关系数分别为 0.045 和 0.009。

周建波等《经营者股权激励的治理效应研究》(《经济研究》2003、5)一文运用我国上市公司的经验证据来考察公司治理特征、经营者股权激励与公司经营业绩提高的关系。研究结果表明:(1)实行股权激励的公司,在实行股权激励前业绩普遍较高,存在选择性偏见;(2)经营者因股权激励增加的持股数与由第一大股东选派的董事比例显著正相关,董事长和总经理由同一人兼任的公司,经营者因股权激励增加的持股数显著高于两职分离的公司;(3)成长性较高的公司,公司经营业绩的提高与经营者因股权激励增加的持股数显著正相关;(4)强制经营者持股、用年薪购买流通股以及混合模式的激励效果较好。对于那些内部治理机制弱化的公司,经营者存在利用股权激励机制为自己谋利掠夺股东利益的行为;成立相对独立的薪酬与考核委员会等类似机构作为股权激励的实施主体是重要的。

以上实证研究的结果证明了,在我国企业中,实行股权激励制度对经营激励效应不明显,没有起到如理论

上论证的那样,股权激励能使经营者的利益目标与所有者的利益趋向一致,能在一定程度上有效地解决现代企业制度中的委托代理问题。本文将从国有企业本身独特的运行机制及在激励机制设计、外部环境等方面存在问题,找出股权激励在我国不能有效实施的原因,并提出我国股权激励实施的政策建议。

二、目前我国实行股权激励存在的内在问题

从公司内部因素看,首要的问题在于目前我国企业的公司治理机制问题,公司治理不完善,国有股一股独大。在“内部人控制”的情况下引入股权激励制度,必然出现经营者为自己定薪定股,从而损害公司和股东利益的情况。国有企业,包括国有控股的上市公司,公司治理结构不健全的突出表现是国有企业所有者缺位。这种结构,加上企业未建立严格的审计、考核体系,国有上市公司内部人不合理的自定薪酬股份的可能性很大。私人或非国有法人控制的上市公司,由于公司治理结构不健全,也有同样的问题。

其次,尽管我国的上市公司已经形成了由股东大会董事会决策管理机构和监事会组成的内部治理机制,但在实际运作中形式大于实质。由于大部分公司的国有股法人股占绝对控股地位,一般达到总股本的 60% 左右,股东大会和董事会都基本成为“一言堂”,甚至董事会决议还必须报大股东的上级主管部门批准。这种股权模式对公司的委托代理机制产生了重要影响,使上市公司内部的激励约束机制,从大股东方面来看,基本上沿袭了国有企业固有的经营模式,从小股东方面来看,对经营者的监督约束力非常弱。一个简单的例子就是政府有关部门委派高级管理人员,他们当然对政府部门的利益考虑得多一些,对小股东的利益考虑得少一些。除了经济利益,还要考虑其他利益,股权对于他们而言仅是局部利益,这种利益甚至不及在职消费来得实在。此外,还往往出现大股东关联交易和高级管理人员操纵企业利润的现象,导致股票价格严重失真。在此条件下从激励经营者的角度入手采用股权激励制度效果当然有限。

最后,高级管理人员大多来源于政府的行政委派,根据中国企业家调查系统 1998 年调查发现国有和集体企

业经营者的任命方式，主要还是上级主管部门任命，其比例分别 89.0 % 和 60.9 %。这种任命方式产生的经营者不仅要考虑企业的效益和个人的收入，更重要的是考虑行政主管的意志，使其行为更加复杂化，单纯的利益激励效力较低。

三、从股权激励实施的外部环境来看目前尚存在的障碍

从企业的外部环境看，股权激励在实施过程主要存在在以下几个方面的障碍：

1. 股票市场的有效性

股权激励的一个有效性假设，即有效市场假说认为股票的价格能够客观正确地反映出公司的发展状况及发展潜力。厦门大学吴世农教授多年来对我国股票市场的有效性研究，表明我国股市仍处于初期发展阶段，尚未达到真正意义上的弱型效率，可以说是准弱型有效市场。这说明股市的投机性还比较强，股价人为操纵比较明显；政府干预股市缺乏有效的市场调节手段，行政性手段较多，使股价产生非理性波动；市场信息的完整性分布的均匀性和时效性都存在很大问题，股票价格信号传递功能弱化。因而股票价格还不能完全反映上市公司的经营情况，也就不能反映管理人员的能力和努力程度，从而失去了对经营者的约束和激励，这同时也给股权激励的衡量考核带来很大的困难。

2. 激励有效性

目前国企存在着较严重的外部影响因素，诸如政府对企业行为如投资等重要决策的不当干预、政府的宏观调控政策，地方保护主义，政策银行及其他金融机构的影响，企业承担的过多社会义务等这些都会导致外部环境的不健全，使经营者努力的“弱有效”，违背了股权激励制度的另一个有效性假设——管理者受激励后增加的努力，确实能改善企业的业绩。因此股票期权的实际效果就不理想。

3. 经理人市场不发达。根据企业理论，股票期权的激励对象主要是经理人员，要实施股权激励制度，必须建立有效的经理人市场。经理人市场可以提供良好的市场选择机制，而经理候选人能力和努力程度的显示机制是基于其长期工作业绩建立的职业声誉。在我国经理市场十分不成熟不完善的情况下，企业家的选拔、任用还基本上采用非市场选择的方式来确定，甚至往往是行政命令安排经理人员。经理人市场不发达的直接后果，必将是企业无处选择合适的经理人才，难以对在职的经理人员形成“就职替代压力”和有效的监督。经理人市场的不完善、“声誉机制”的空缺，导致经理人员的选拔脱离市场选择，没有合适的激励机制，股权激励制度也就成了空中楼阁。

四、我国开展股权激励的政策建议

1. 完善法律、法规制度，为股票期权制度的实施做好制度准备。目前我国的《公司法》第 149 条中明确规定“公司不得收购本公司股票”，这样的规定，就从源头上限制了上市公司利用回购的方式，取得本公司的股票

以便满足股票期权持有人行权时的需要。通过修改《公司法》，才能为股票期权计划的实施创造一个良好的制度环境。在公司法的修订中，应允许上市公司回购并持有一定比例的本公司的股票，这些股票是专门用于股票期权计划的。按照我国《证券法》的规定，公司高级管理人员“不得买入或者卖出所持有的本公司的股票”。这样的规定直接制约了股票期权的兑现，影响股票期权计划的实施。因此，应对《证券法》中的相应条款进行修订，应当允许股票期权的持有人在特定的期限内买卖本公司的股票，并通过证券监管来控制和管理这些股票的交易行为。

2. 尽快制定股票期权的会计制度或相应的会计准则。鉴于美国在股票期权上的会计缺陷所导致的会计危机，我国在实施股票期权计划时应事先制定出比较规范的会计制度或会计准则，要将股票期权确认为费用，并在股票期权赠与时予以确认，在定期的会计报告中应及时披露股票期权的变动、结存情况以及行权日期。

3. 加强现代企业制度的建设，提高公司科学化管理水平。加强现代企业制度的建设，实施全方位的内部控制管理是股票期权计划实施的基础，更是长期激励机制能够有效发挥作用的前提。因此，在实施股票期权计划时，公司必须要有良好的内部控制环境和良好的人文环境，必须要有一系列的奖惩制度和责任追究制度，只有在这样的制度安排下才能保证股票期权计划的顺利实施。

4. 建立企业家合理的激励机制。企业要树立现代企业薪酬理念，全面引入“薪酬”理念，把薪酬扩展到包括工资、奖金、福利计划和股权激励等等。在发达的市场经济国家中，“薪酬”是一个薪酬组合或称薪酬包的组合概念。它通常是由基本工资、奖金、福利计划和股权激励组成。企业要重视和发挥薪酬委员会的作用。薪酬委员会已经成为上市公司董事会中的法定机构，是公司治理的重要组成部分。薪酬委员会应充分发挥作用制定有竞争力的激励政策，积极探索将短期激励与长期激励结合起来，特别是积极探索各种股权激励方案。

参 考 文 献

1. 孟玉红. 股权激励与薪酬制度初探. 证券市场导报, 2003 (5)
2. 周建波. 对上市公司经营者股权激励的考察分析. 证券市场导报, 2003 (6)
3. 周建波等. 经营者股权激励的治理效应研究. 经济研究, 2003 (5)
4. 李红斐, 杨忠直. 我国国有上市公司股权激励方案的设计研究. 南开经济管理评论, 2002 (2)
5. 张耀奇, 王涛. 对我国实行经理股权激励的理性思考. 经济与管理, 2002 (3)
6. 吴世农. 现代财务理论与方法. 中国经济出版社, 1997

作者简介 周闽军, 厦门大学经济研究所。李玉宝, 黑龙江建筑职业技术学院副教授。